

通貨ニュース(2017年2月15日)

米国が認識すべき中国の通貨政策の現状

他国が通貨安誘導をしていると主張するトランプ米大統領

これまでトランプ米政権は保護主義的な通商政策の軸を関税としていた。しかし、1月31日にトランプ大統領自身が「中国や日本が市場で何年も通貨安誘導を繰り返して、米国はばかを見ている」と発言し、同日にナバロ国家通商会議(NTC)委員長が「ドイツは過小評価されているユーロを利用して、米国とEU諸国を搾取している」と述べるなど、足許は他国の通貨切り上げ要求に通商政策の軸を移しつつある模様だ。注目された2月10日の日米首脳会談後の記者会見において、トランプ大統領は円安について目立った発言をせず、中国の為替操作問題について問われても具体的な言及を避けた。但し、同会見で「長い間、通貨切り下げに不満を述べてきたが、極めて短期間で公平な条件を取り戻す」と述べており、他国の通貨安誘導の阻止に意欲を示している。斯かる状況下、最大の対米貿易黒字国である中国に対して通貨切り上げ圧力は高まっていくと考える。

国際為替部

マーケット・エコノミスト

佐々木 貴彦

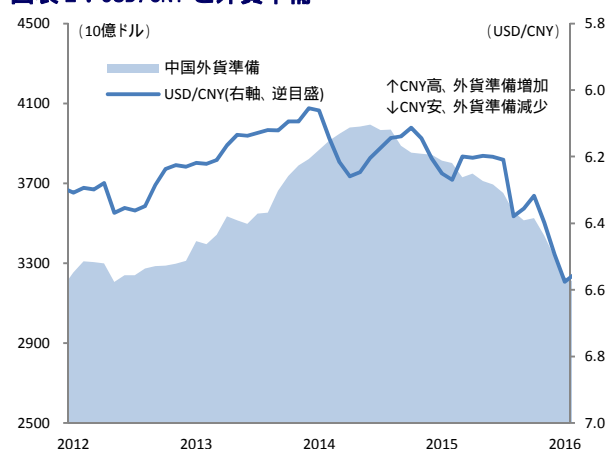
03-3242-7065

takahiko.sasaki@mizuho-bk.co.jp

中国当局は切り下げ以降、通貨低め誘導をしていない

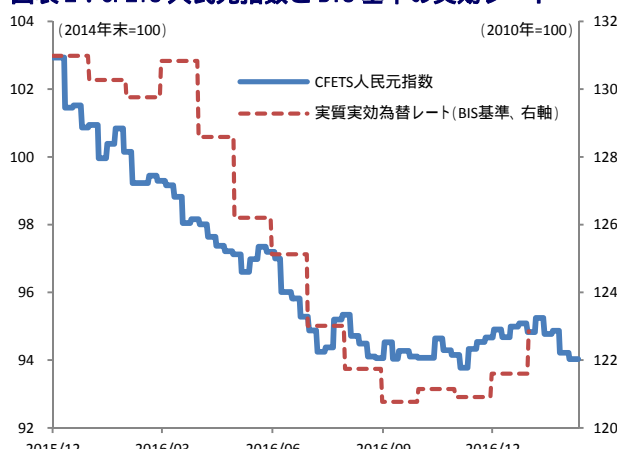
トランプ大統領が言う「何年も通貨安誘導」は、2015年8月の切り下げ以降に人民元が対ドルで6.2台から一時6.9台まで下落したことを指しているのだろうか。しかし、その主因は米利上げ期待の高まりであり、他の通貨も同様に対ドルで下落している。むしろ、通貨政策を主に担う中国人民銀行(PBoC)は、「国際収支の均衡」を政策目標として掲げており、人民元の大幅安を避けようとドル売り介入を続けた。その結果、2014年6月に約4兆ドルあった外貨準備は2017年1月に2兆

図表1: USD/CNY と外貨準備



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表2: CFETS 人民元指数と BIS 基準の実効レート



(注) CFETS 人民元指数は週次データ、2017年2月10日基準
BIS 基準の実質実効レートは月次データ、2016年12月基準

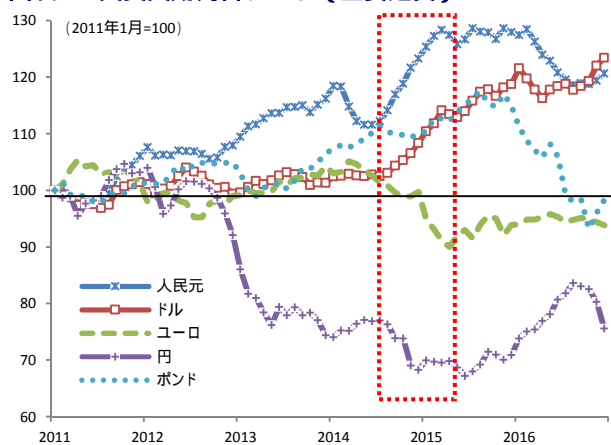
(資料) BIS、CFETS、ブルームバーグ、みずほ銀行

9982 億ドルと 2011 年 2 月以来の低水準にまで減少した(図表 1)。また、PBoC を始めとした中国当局は米大統領選後に相次いで資本取引規制を発表するなど積極的に人民元の下支えを図っている。背景には、2017 年 11 月初旬に予定されている共産党全国代表大会を控え、「経済の安定」を政府が最優先事項として掲げているため、経済を不安定化させかねない米中関係の緊張や人民元の大幅な変動は避けたいとの意向があったと思われる。

切り下げ前の人民元は過度に割高だった

中国の通貨政策を人民元の対ドルレート、しかも直近 1 年半の値動きだけを見て米国から非難されるのは、中国当局の本意ではないだろう。2015 年 12 月に PBoC は通貨政策の対象を「対ドルで見た人民元」ではなく、「通貨バスケットで見た人民元」にすると発表しているからだ。また、PBoC は「通貨バスケットで見た人民元」の価値を測る指標として中国外貨取引センター(CFETS)と共同で CFETS 人民元指数の公表を同時期に開始した。同指数は BIS 基準の実効レートと似た動きをしており(図表 2)、その実効レートの推移を他の主要通貨と比較することで、PBoC が人民元切り下げに至った背景が見えてくる。2013 年に FRB が金融政策の正常化に着手したことでドル高が進み、円やユーロの実効レートが下落したのに対し、人民元の実効レートは上昇した(図表 3)。特に 2014 年下旬から 2015 年上半にかけて他の通貨が対ドルで下落する中、PBoC は人民元を対ドルで 6.10 ~ 6.30 のレンジ内で安定推移させたことで、人民元の実効レートが急上昇している。その結果、景況感は大幅に悪化し、輸出の急減速や鉱工業生産の低迷にも繋がってしまった(図表 4、5)。こうした状況を受けて、PBoC は 2015 年 8 月に人民元を切り下げ、対ドルレートは他の通貨と同じように下落させることで、実効レートの上昇に歯止めをかけたのである。

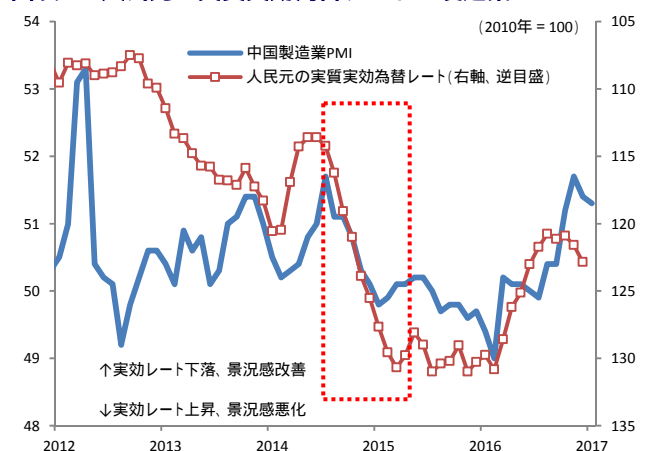
図表 3：実質実効為替レート（主要通貨）



(注) 2016 年 12 月が最新データ

(資料) BIS、ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 4：人民元の実質実効為替レートと製造業 PMI



(注) 実質実効為替レートは 2016 年 12 月が最新データ

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

米大統領選後に人民元の実効レートは再び上昇

米大統領選後、中国当局は人民元の対ドルレートの下落幅を抑制したことで 11 月・12 月の実効レートは上昇し、製造業の景況感は再び悪化し始めている(図表 4)。過去の傾向に沿えば、実効レートがこのまま上がり続けると、国際競争力の低下などを背景に景況感は悪化を続ける。現在の中国経済は、過剰債務を背景に民間の設備投資意欲は弱く(図表 6)、自動車取得税の減税幅縮小を受けて消費の減速が懸念されるなど、内需の下振れリスクが大きい。そのため、経済の下押し圧力を生む実効レートの上昇を中国当局が容認し続けることは難しいと言えよう。こうした状況下、仮に米国が人民元の切り上げを要求したとしても、中国当局が受け入れる可能性は極めて低いだろう。

米中の通貨政策を巡る交渉の妥協点は

トランプ政権がドル高を懸念していることに鑑みれば、現在は米中ともに自国通貨の実効レート下落を志向していると言えよう。両国の要求を満たす解決策として、米新政権がドル安政策を採用し他の通貨が対ドルで上昇する中、中国はドル/人民元をレンジ内推移させるという方法が考えられる。結果として、ドルと人民元の実効レートは双方とも下落し、両国の輸出が加速すれば、トランプ大統領が標榜する「貿易収支の不均衡是正」が図られ、中国経済の安定性は増す可能性がある。米中の通貨政策を巡る交渉では、相手国の通貨切り上げを要求するだけでなく、こうした選択肢も考慮されると両国の議論は妥協点を見出しやすいと考える。

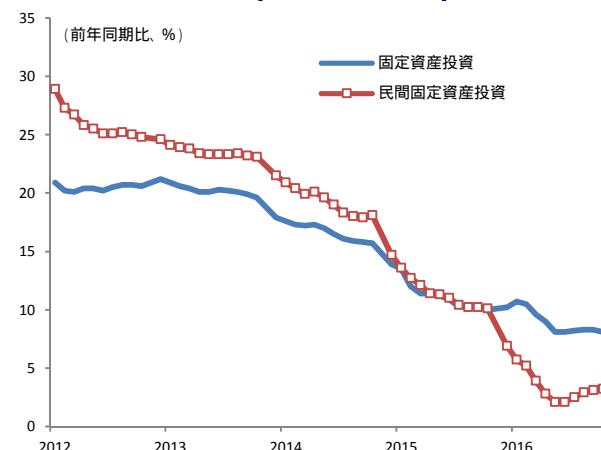
図表 5：輸出と鉱工業生産



(注) 輸出と鉱工業生産は 3 か月移動平均、輸出は 2017 年 1 月基準
鉱工業生産は 2016 年 12 月基準

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

図表 6：固定資産投資（全体、民間部門）



(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。